

Ausgabe Nr. 12
Dezember 2013

**Thomas Glauben,
Sören Pohn,
Ingo Pies,
Matthias Georg Will,
Jens-Peter Loy,
Alfons Balmann,
Bernhard Brümmer,
Thomas Heckelei,
Heinrich Hockmann,
Dieter Kirschke,
Ulrich Koester,
Rolf Langhammer,
Klaus Salhofer,
Peter Michael Schmitz,
Stefan Tangermann,
Harald von Witzke
und Justus Wesseler**

Agrarspekulation mit Indexfonds: Wie sie funktioniert. Was sie bewirkt.

Long-only-Indexfonds stehen seit geraumer Zeit unter Verdacht, für die Preisanstiege an landwirtschaftlichen Warenterminmärkten verantwortlich zu sein. Hieraus wird die Forderung abgeleitet, den Aktivitätsradius dieser Indexfonds drastisch einzuschränken. Allerdings stehen solche Forderungen sowie die zugrunde liegende Diagnose im Widerspruch zum aktuellen Stand wissenschaftlicher Erkenntnis. Die empirisch orientierte Literatur liefert bisher keine belastbare Evidenz, dass Long-only-Indexfonds mit ihren Termingeschäften das Niveau bzw. die Volatilität der Preise für Agrarrohstoffe signifikant angehoben haben. Neue theoretische Arbeiten weisen vielmehr darauf hin, dass Long-only-Indexfonds gemäß ihrer Anlagestrategie tendenziell die Agrarrohstoffpreise stabilisieren sowie eine wichtige Versicherungs- und Wettbewerbsfunktion auf Agrarmärkten erfüllen. Durch ihr Engagement sinken die Risikoprämien, so dass sich Nahrungsmittelproduzenten zu niedrigeren Kosten gegen Preisschwankungen absichern können. Die niedrigeren Risikoprämien motivieren Landwirte, einen größeren Teil ihrer Ernte einzulagern, was saisonalen Preisschwankungen entgegenwirkt. Im Sinne einer nachhaltigen Sicherung der globalen Nahrungsmittelversorgung sollte von strengen Marktzutrittsregulierungen der Long-only-Indexfonds abgesehen werden.

Landwirtschaftliche Terminmarktgeschäfte der bekannter Weise passiv gemanagten Long-only-Indexfonds stehen seit geraumer Zeit im Zentrum öffentlicher Aufmerksamkeit. Kritiker stellen Indexfonds als „Hungermacher“ an den Pranger (Schumann, 2013; Bass, 2013). Ihnen liegt die Vermutung zugrunde, Indexfonds hätten eine exzessive Finanzspekulation mit Agrarrohstoffen in Gang gesetzt und so eine Abkoppelung der Marktpreise von den Fundamentaldaten bewirkt. Hieraus leiten Kritiker die politische Forderung ab, den Aktivitätsradius von Long-only-Indexfonds drastisch einzuschränken oder ihnen ein Engagement auf Warenterminmärkten regulatorisch ganz zu verbieten. Solche Forderungen sind populär. Einer FORSA-Umfrage zufolge treffen sie gegenwärtig bei rund drei Viertel der Deutschen auf Zustimmung (FORSA, 2013). Allerdings stehen solche Forderungen sowie die zugrunde liegende Diagnose im Widerspruch zum aktuellen Stand wissenschaftlicher Erkenntnis.

Im IAMO Policy Brief 9 aus 2012 wurde auf Basis einer eigenen Literaturlauswertung (Will et al., 2012) darauf aufmerksam gemacht, dass die da-

mals vorliegende empirische Literatur die Befürchtungen zum überwiegenden Teil nicht bestätigen kann. Obgleich es in der empirischen Literatur unterschiedliche Befunde und strittige Interpretationen der Befunde gibt, mangelt es an belastbarer Evidenz dafür, dass Long-only-Indexfonds mit ihren Termingeschäften das Niveau bzw. die Volatilität der Preise für Agrarrohstoffe signifikant angehoben haben. Mittlerweile sind zahlreiche weitere empirische Studien erschienen, die diese Einschätzung stützen (z. B. Gilbert/Pfuderer, 2013; Sanders/Irwin, 2013; Schmitz/Moleva 2013). Auch eine ganz aktuell von Foodwatch in Auftrag gegebene Überblicksstudie (Bass, 2013) liefert keine belastbare Evidenz für indexinduzierte Preissprünge auf Agrarrohstoffmärkten. Die Studie kommt lediglich zum Schluss, dass die Möglichkeit einer spekulationsinduzierten Preissteigerung besteht: „Es gibt genügend Hinweise wissenschaftlicher und empirischer Art, dass es in bestimmten Situationen durch exzessive Finanzspekulation zu Preissteigerungen [...] kommen kann“ (S. 4).

Auch neue Erkenntnisse theoretischer Analysen (Prehn et al., 2013 a, b) verdeutlichen, dass Long-only-Indexfonds prinzipiell nicht geeignet sind, Agrarrohstoffpreise zu treiben und von Fundamentaldaten abzukoppeln. Im Folgenden wird:

- an die Funktionen landwirtschaftlicher Waren-terminmärkte erinnert
- die Anlagestrategie und Funktionsweise von Long-only-Indexfonds diskutiert
- der Einfluss der Indexfonds auf Preisfindung und Marktergebnis erörtert
- mit einigen Implikationen für die Politik abgeschlossen

Die Funktionen von landwirtschaftlichen Warenerminmärkten

Vor Gründung der ersten landwirtschaftlichen Warenerminmärkte Mitte des 19. Jahrhunderts war aufgrund der Preisunsicherheit die Lagerhaltung von Agrarprodukten und die Investition in Lagerkapazitäten mit erheblichen Risiken verbunden. Insbesondere Landwirte sahen sich gezwungen, direkt nach der Ernte zu verkaufen. Dies führte direkt nach der Ernte zu einem Überangebot und hohen Preisabschlägen für die Landwirte und zu einer Unterversorgung in der verbleibenden Saison. Warenerminmärkte ermöglichen Landwirten und Händlern, ihre Preise abzusichern und somit verstärkt in Lagerhaltung zu investieren. Auf diese Weise können jahreszeitlich bedingte Angebotsschwankungen und daraus resultierende Preisschwankungen gedämpft werden. Damit erfüllen Warenerminmärkte eine Versicherungs- und Preisstabilisierungsfunktion.

Das Funktionieren eines Warenerminmarktes bedeutet, dass der Abschluss eines Verkaufskontraktes (Absicherung des Verkaufspreises) immer den Abschluss eines Kaufkontraktes (Absicherung eines Kaufpreises) erfordert und umgekehrt. Entsprechend muss die Anzahl abgeschlossener Kaufkontrakte immer der Anzahl abgeschlossener Verkaufskontrakte entsprechen. Landwirte, die ihr Preisrisiko absichern wollen, nehmen grundsätzlich eine Verkaufsposition ein, d. h. sie gehen „short“. Je höher der Warenerminpreis ist, desto größer ist der Anreiz für Landwirte, ihren Preis abzusichern.

„Klassische“ Spekulanten, wie etwa Hedgefonds, sind Marktteilnehmer, die die jeweilige Gegenposition einnehmen. Sie gehen i. d. R. „long“ und ermöglichen so, dass sich Landwirte (und kommerzielle Händler) gegen das Risiko fallender Preise absichern. Insofern versorgen sie den Warenerminmarkt mit Liquidität. Die Marktposition, die ein „klassischer“ Spekulant einnimmt, hängt immer davon ab, wie hoch der Warenerminpreis im Vergleich zum zukünftig erwarteten Kassapreis ist. Ist der Warenerminpreis höher als der erwartete Kassapreis, dann wird der Spekulant ebenfalls eine Verkaufsposition einnehmen, d. h. er erwartet einen sinkenden Preis. Ist der Warenerminpreis hingegen

niedriger als der erwartete Kassapreis, dann wird er eine Kaufposition einnehmen. Er wettet dann auf steigende Preise. Da Spekulanten, im Gegensatz zu Landwirten und kommerziellen Händlern, keine Gegenposition am Kassamarkt halten, übernehmen sie de facto das Preisrisiko und fungieren folglich als Versicherungsdienstleister.

Die Anlagestrategie von Long-only-Indexfonds

Mit Beginn dieses Jahrhunderts änderte sich die Situation auf landwirtschaftlichen Warenerminmärkten grundlegend. Agrarrohstoffe wurden aus Renditegesichtspunkten für institutionelle Anleger attraktiv und es konnten Renditen bis zu 10 Prozent erzielt werden (Sanders/Irwin, 2012). In der Folge kam es zu einem verstärkten Engagement von institutionellen Anlegern an Warenerminmärkten. Die institutionellen Anleger kauften sich teils direkt an den Warenerminmärkten ein, teils aber auch indirekt über Long-only-Indexfonds. Hierbei handelt es sich um spezielle Investmentfonds, die sich dazu verpflichtet haben, einen bestimmten Index nachzubilden. Long-only-Indexfonds nehmen immer eine Kaufposition am Warenerminmarkt ein.

Diese Anlagestrategie verfolgen sie aber keineswegs, wie vielfach unterstellt (z. B. Masters, 2009), um einen Nachfrageüberhang und damit steigende Preise zu forcieren. Im Gegenteil, ein Index lässt sich nur nachbilden, wenn erstens immer eine Kaufposition an denjenigen Warenerminmärkten, deren Rohstoffe sich mit in dem abzubildenden Index befinden, eingenommen wird und zweitens die prozentualen Wertanteile der einzelnen Rohstoffe im Index konstant gehalten werden (Prehn et al., 2013 a). Entsprechend werden Rohstoffkontrakte, die relativ an Wert gewonnen haben, in Teilen verkauft und Rohstoffkontrakte, die relativ an Wert verloren haben, in Teilen gekauft. Das Nachbilden eines Index hat insofern den Vorteil, dass sich durch das stetige Anpassen der Rohstoffanteile nicht nur eine Diversifizierungsrendite erzielen lässt, sondern darüber hinaus auch noch das Risiko konstant gehalten werden kann (Willenbrock, 2011). Long-only-Indexfonds sind insbesondere als Anlagezertifikate für Portfolios konstruiert worden. Sie versprechen eine nahezu gleichbleibende Gesamtrendite bei niedrigem Gesamtrisiko.

Der Einfluss der Long-only-Indexfonds auf Preisfindung und Marktergebnis

Diese Vorteile realisierend, erhöhte sich das Einlagevermögen von Long-only-Indexfonds und verwandten Zertifikaten von ca. 50 Milliarden US-Dollar im Jahr 2004 auf ca. 400 Milliarden US-Dollar 2011. Die entsprechenden Marktanteile stiegen, je nach Warenerminmarkt, auf 10 bis 40 Prozent an (Sanders/Irwin, 2012). Indexfonds sind damit neben Landwirten, kommerziellen Händlern und Spekulanten

zu einem bedeutenden Marktteilnehmer herangewachsen. Entsprechend ist zu erwarten, dass sich folgende Konsequenzen auf den Agrarrohstoffmärkten ergeben haben (Prehn et al., 2013 b).

(1) Gemäß der geschilderten Anlagestrategie verhalten sich Indexfonds nicht etwa prozyklisch, sondern antizyklisch. Da sie im Zeitablauf verbilligte Titel zukaufen und und verteuerte Titel abstoßen, tragen sie zur Dämpfung von Preisausschlägen bei. Keineswegs verstärken sie Preissteigerungen.

(2) Neben der preisstabilisierenden Wirkung erhöhen Long-only-Indexfonds den Konkurrenzdruck auf „klassische“ Spekulanten, wie Hedgefonds. Sie erfüllen damit eine wichtige Wettbewerbsfunktion. Das verstärkte Engagement von Long-only-Indexfonds verstärkt den Wettbewerb auf Warenterminmärkten mit der Folge, dass die Risikoprämien sinken. Dies hat wiederum zur Folge, dass Landwirte sowie kommerzielle Händler ihr Preisrisiko auf Warenterminmärkten nunmehr günstiger absichern können.

(3) Mit dem gesteigerten Einlagevermögen der Long-only-Indexfonds erhöht sich die Liquidität an Warenterminmärkten. Da Indexfonds Kaufkontrakte nachfragen, ermöglichen sie es Landwirten und kommerziellen Händlern, dass sich diese am Warenterminmarkt absichern können. Es ist zu beobachten, dass die Zunahme des Geschäftsvolumens von Indexfonds mit einer Zunahme des Bedarfs an Absicherung einherging. Die durchgängig positiven Risikoprämien bieten einen Beleg dafür.

(4) Ein „exzessiver“ Markteintritt von Long-only Indexfonds, wie zuweilen befürchtet, ist nicht zu erwarten. Durch den verstärkten Markteintritt der Indexfonds sinken ceteris paribus die Risikoprämien. Entsprechend sinkt die Rentabilität von Indexfonds. Anleger werden ihre Einlagevermögen abziehen und damit einen (marktkonformen) Selbstkorrekturmechanismus auslösen. Folglich ist das Marktvolumen von Long-only-Indexfonds mittelfristig begrenzt. Keineswegs begünstigen Long-only-Indexfonds exzessive Finanzspekulation.

(5) Schließlich hat die Aktivität von Long-only-Indexfonds auf dem Warenterminmarkt durchaus positive Auswirkungen auf den Kassamarkt. Die niedrigeren Risikoprämien motivieren Landwirte, einen größeren Teil ihrer Ernte einzulagern. In der Folge werden die saisonalen Angebots- und Preisschwankungen abgedämpft. Long-only-Indexfonds sind somit auch im Interesse der Konsumenten.

Politikimplikationen

Diese Zusammenhänge lassen es ratsam erscheinen, dass die politisch Verantwortlichen von vielfach geforderten Maßnahmen absehen sollten, die auf eine besonders strenge Regulierung von Long-only-Indexfonds hinauslaufen. Insbesondere sind strenge

Positionslimits weder sinnvoll noch praktikabel. Sie ließen sich leicht umgehen, weil Long-only-Indexfonds in beliebiger Anzahl neu aufgelegt werden können. Sofern sie dennoch limitierend wirken, ist zu erwarten, dass die Funktionsweise des Warenterminmarktes erheblich beeinträchtigt wird. Dies gilt ganz besonders für ein Verbot von Long-only-Indexfonds. Sie haben mittlerweile eine systemrelevante Position am Warenterminmarkt inne. Ein Verbot würde die Liquidität und den Wettbewerb an Agrarterminmärkten entscheidend einschränken. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt gibt es jenseits transparenzerhöhender Maßnahmen keine ökonomische Notwendigkeit, die Aktivität der Long-only-Indexfonds auf Warenterminmärkten interventionistisch zu begrenzen.

Gerade im Hinblick auf das Ziel der Bekämpfung des weltweiten Hungers ist die Kampagne gegen die Geschäftsaktivitäten von Indexfonds nicht nur nicht hilfreich, sondern vielmehr kontraproduktiv. Sie lenkt die Aufmerksamkeit von relevanten, dringend benötigten Reformen weg, um die globale Ernährungssicherheit nachhaltig zu verbessern. Vor dem Hintergrund der Bevölkerungsentwicklung, immer knapper werdenden Ressourcen, klimatischen Veränderungen und einer zunehmenden internationalen Arbeitsteilung bedarf es gezielter und konzentrierter Anstrengungen, die globale Nahrungsmittelversorgung nachhaltig zu sichern. Die Preisabsicherungsmöglichkeiten für Nahrungsmittelproduzenten ohne Not einzuschränken, gehören sicher nicht dazu.

Weiterführende Informationen

Literatur

Bass, H.-H. (2013): Finanzspekulation und Nahrungsmittelpreise: Anmerkungen zum Stand der Forschung. Materialien des Wissenschaftsschwerpunkts „Globalisierung der Weltwirtschaft“, Band 42.

Gilbert, C. L., Pfuderer, S. (2013): The Financialization of Food Commodity Markets, Diskussionspapier.

FORSA (2013): Nahrungsmittelspekulationen.

Masters, M. W. (2009): Testimony before the Commodities Futures Trading Commission, 5. August 2009.

Prehn, S., Glauben, T., Pies, I., Will, M. G., Loy, J.-P. (2013a): Betreiben Indexfonds Agrarspekulation? Erläuterungen zum Geschäftsmodell und zum weiteren Forschungsbedarf, in: ORDO – Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, Band 64, (im Erscheinen).

Prehn, S., Glauben, T., Loy, J.-P., Pies, I., Will, M. G. (2013b): Der Einfluss von Long-only-Indexfonds auf die Preisfindung und das Marktergebnis an landwirtschaftlichen Waren-terminmärkten, IAMO Discussion Paper No. 142, Halle (Saale).

Sanders, D. R., Irwin, S. H. (2013): Do Index Traders Drive Commodity Futures Prices? New Evidence from Daily Position Data, Invited paper presented at the Agricultural and Applied Economics Association Meetings, Washington, D.C., August 4–6, 2013.

Sanders, D. R., Irwin, S. H. (2012): A Reappraisal of Investing in Commodity Futures Markets, Applied Economic Perspectives and Policy, 34, 3, S. 515–530.

Schmitz, M. P., Moleva, P. (2013): Bestimmungsgründe für das Niveau und die Volatilität von Agrarrohstoffen auf internationalen Märkten. Sind Biokraftstoffe verantwortlich für Preisschwankungen und Hunger auf der Welt? Gießen.

Schumann, H. (2011): food-watch-Report: Die Hungermacher. Wie Deutsche Bank, Goldman Sachs & Co. auf Kosten der Ärmsten mit Lebensmitteln spekulieren, in: Bode, T. (Hrsg.), Berlin.

Willenbrock, S. (2011): Diversification Return, Portfolio Rebalancing, and the Commodity Return Puzzle, Financial Analysts Journal, 67, 4, S. 42–49.

Will, M. G., Prehn, S., Pies, I., Glauben, T. (2012): Schadet oder nützt die Finanzspekulation mit Agrarrohstoffen? – Ein Literaturüberblick über den aktuellen Stand der empirischen Forschung, Diskussionspapier 2012-26, Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg, Halle (Saale).

Kontakt

Prof. Dr. Thomas Glauben
glauben@iamo.de
Tel. 0345-2928200
Fax 0345-2928299

Leibniz-Institut für
Agrarentwicklung in Mittel-
und Osteuropa (IAMO)
Theodor-Lieser-Straße 2
06120 Halle (Saale)
www.iamo.de

Dieser Policy Brief wurde aus Eigenmitteln finanziert. Die Autoren erklären, dass keine Interessenskonflikte vorliegen.

iamo

Leibniz-Institut für Agrarentwicklung in Mittel- und Osteuropa (IAMO)

Das Leibniz-Institut für Agrarentwicklung in Mittel- und Osteuropa (IAMO) widmet sich der Analyse von wirtschaftlichen, sozialen und politischen Veränderungsprozessen in der Agrar- und Ernährungswirtschaft sowie in den ländlichen Räumen. Sein Untersuchungsgebiet erstreckt sich von der sich erweiternden EU über die Transformationsregionen Mittel-, Ost- und Südosteuropas bis nach Zentral- und Ostasien. Das IAMO leistet dabei einen Beitrag zum besseren Verständnis des institutionellen,

strukturellen und technologischen Wandels. Darüber hinaus untersucht es die daraus resultierenden Auswirkungen auf den Agrar- und Ernährungssektor sowie die Lebensumstände der ländlichen Bevölkerung. Für deren Bewältigung werden Strategien und Optionen für Unternehmen, Agrarmärkte und Politik abgeleitet und analysiert. Seit seiner Gründung im Jahr 1994 gehört das IAMO als außeruniversitäre Forschungseinrichtung der Leibniz-Gemeinschaft an.


Leibniz-Gemeinschaft